



FMA

Finanzmarktaufsicht  
Liechtenstein

## Volkswirtschaftsmonitor Q3/2022

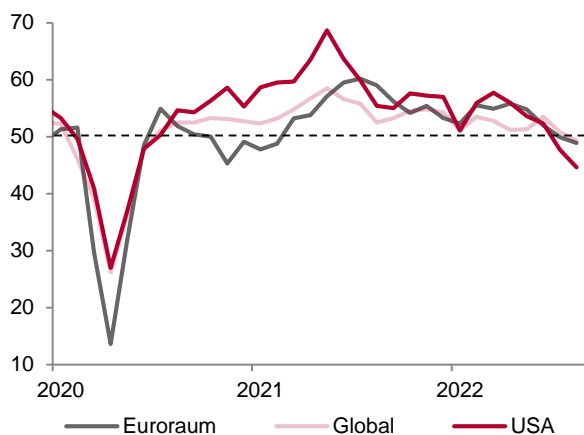
### Steigende Zinsen belasten Realwirtschaft und Finanzmärkte – Weltwirtschaft steuert auf Rezession zu

*Während das BIP-Wachstum in den USA bereits ins Negative gerutscht ist, blieb die Konjunktur in Europa im ersten Halbjahr noch relativ stabil. Die Frühindikatoren haben aber zuletzt deutlich nachgegeben. Vieles deutet darauf hin, dass die anhaltend hohe Inflation und die damit verbundenen Zinsanhebungen der Zentralbanken die Weltwirtschaft in naher Zukunft in eine Rezession stürzen werden, welche durch die Verwerfungen an den Energiemärkten noch weiter verstärkt werden könnte. Die liechtensteinische Volkswirtschaft hat sich bereits im zweiten Quartal verlangsamt und wird bei einem globalen Konjunkturabschwung über den Aussenhandel besonders stark betroffen sein. Der inländische Bankensektor konnte in den ersten sechs Monaten des Jahres die Gewinne auf konsolidierter Ebene gegenüber dem Vorjahr zwar trotz der Marktturbulenzen weiter steigern, verzeichnete aber gleichzeitig einen deutlichen Rückgang in der Kernkapitalquote. Die Risiken bleiben weiterhin hoch. Die Verwundbarkeiten, die sich in der globalen Wirtschaft in den letzten Jahren auch aufgrund steigender Verschuldung aufgebaut haben, könnten sich im Lichte des abrupten Zinsanstieges materialisieren. Trotz der erheblichen Kursverluste an den Aktien- und Anleihenmärkten seit Jahresbeginn bleibt die Gefahr weiterer Rückschläge gross, da die Märkte derzeit von dem optimistischen Szenario ausgehen, dass die Zentralbanken die hohe Inflation bereits Anfang 2023 wieder in den Griff bekommen. Angesichts der aktuellen Inflationsentwicklung ist diese Annahme zumindest in Frage zu stellen.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

**Die Weltwirtschaft steuert vor dem Hintergrund der steigenden Zinsen auf eine Rezession zu (Abb. 1).** Während sich das BIP-Wachstum im Euroraum (+0,8% gegenüber dem Vorquartal) und in der Schweiz (+0,3%) im zweiten Quartal noch relativ robust zeigte, verzeichneten die USA in den ersten zwei Quartalen dieses Jahres bereits negative Wachstumsraten. Während sich der BIP-Rückgang v.a. mit sinkenden Lagerbeständen erklären lässt, ist der deutliche Einbruch der Investitionen – insbesondere im Wohnimmobilienbereich – ein Grund zur Sorge, da sich dieser Trend in den nächsten Quartalen aufgrund weiter steigender Zinsen verstärken könnte. Auch die Frühindikatoren deuten auf einen weiteren Abschwung in den nächsten Quartalen hin. Die Einkaufsmanagerindizes im Euroraum, in den USA und auf globaler Ebene sanken zuletzt unter den Wert von 50 und deuteten damit negatives Wachstum an (Abb. 1). Die Weltwirtschaft droht vor dem Hintergrund des Kampfes gegen die Inflation in eine Rezession abzugleiten.

**Abb. 1: Einkaufsmanagerindizes (PMI)**  
(Diffusionsindex)

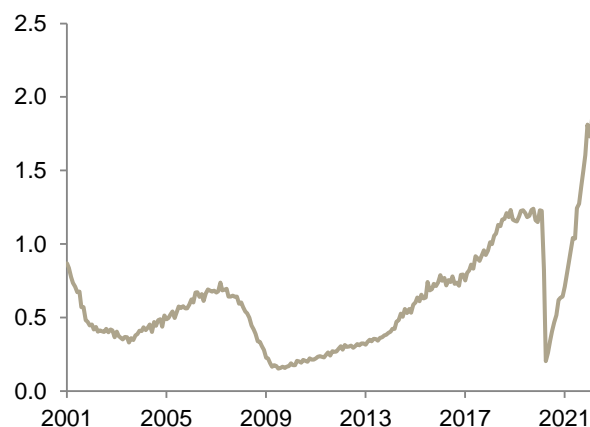


Quellen: Bloomberg, Markit.

**An den Arbeitsmärkten ist von der konjunkturellen Abkühlung noch nichts zu spüren.** Trotz des negativen Wachstums setzt sich der Arbeitskräftemangel fort. Zuletzt waren in den USA etwa doppelt so viele Stellen offen bzw. ausgeschrieben, als Arbeitslose gemeldet waren (Abb. 2). Zu

diesem Rekordwert kommt die Diskrepanz zwischen gesuchten Berufsgruppen und dem entsprechenden Angebot an Arbeitslosen. Während die Situation in den USA stärker ausgeprägt ist als in Europa, kämpfen die Unternehmen auch hierzulande mit zunehmendem Arbeitskräftemangel. In Liechtenstein (1,3%) und der Schweiz (2,1%) blieb die Arbeitslosenquote auf einem Rekordtief, und auch im Euroraum (6,6%) lag der Wert zuletzt auf dem tiefsten Stand seit der globalen Finanzkrise vor knapp 15 Jahren. Neben den höchsten Inflationsraten seit über 40 Jahren erhöht damit auch die angespannte Situation am Arbeitsmarkt die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale.

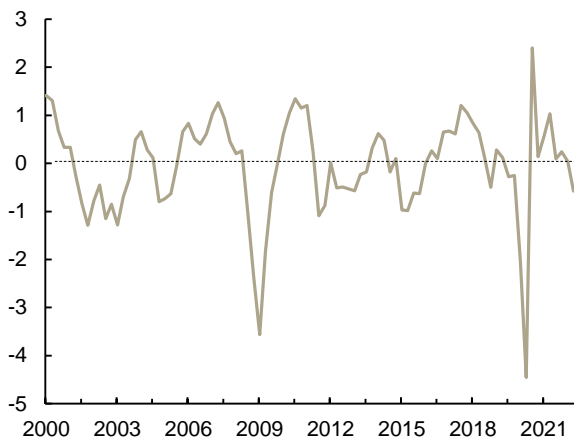
**Abb. 2: Arbeitsmarkt in den USA**  
(Verhältnis offene Stellen zu Arbeitslosen)



Quelle: BLS, Bloomberg.

**Die liechtensteinische Konjunktur hat sich – früher als die Weltwirtschaft – bereits im zweiten Quartal abgeschwächt (Abb. 3).** Nach einer Seitwärtsbewegung um den Wert von Null seit Mitte 2021 – ein Signal für durchschnittliches BIP-Wachstum – ging der Konjunkturindikator «Kon-Sens», welcher vom Liechtenstein-Institut quartalsweise veröffentlicht wird, im zweiten Quartal merklich auf einen Wert von -0,6 zurück. Damit fiel der Indikator erstmals seit dem 2. Quartal 2020 in den negativen Bereich und deutet damit unterdurchschnittliches Wachstum an. Liechtensteins Volkswirtschaft reagiert aufgrund der starken Exportorientierung stets sehr sensitiv auf globale Konjunkturschwankungen. Im Jahr 2022 lag bisher jeder monatliche Wert der Direktexporte unter dem Vergleichswert aus dem Vorjahr.

**Abb. 3: Konjunkturindikator «KonSens»**  
(Index)

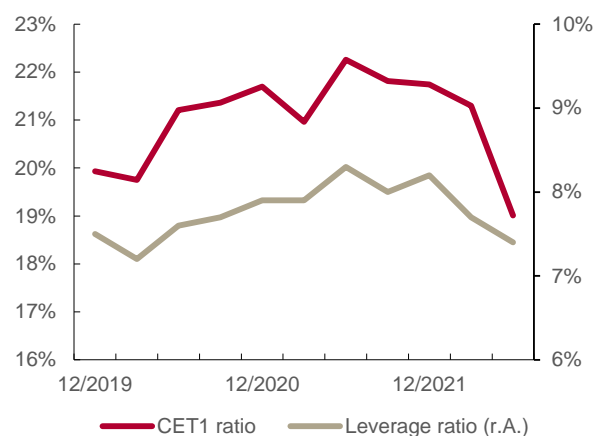


Quelle: Liechtenstein-Institut.

**Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnete ein erfolgreiches erstes Halbjahr, die Kapitalisierung ging jedoch merklich zurück (Abb. 4).** Auf konsolidierter Ebene stieg das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) im Bankensektor im ersten Halbjahr aggregiert auf CHF 388 Mio. Damit konnte das Ergebnis trotz des turbulenten Marktumfelds gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr um knapp 13% gesteigert werden. Zwar nahmen die verwalteten Vermögen (Assets under Management) im ersten Halbjahr aufgrund der Kursrückgänge an Aktien- und Anleihenmärkten um rund 3% auf CHF 411 Mrd. ab, jedoch konnte das schwache Marktumfeld durch starke Nettoneugeldzuflüsse – auch getrieben durch die hohe Unsicherheit in der globalen Wirtschaft aufgrund der hohen Inflation – teilweise kompensiert werden. Neben der erfreulichen Gewinnentwicklung gab es jedoch auch einen Wermutstropfen: Die Kernkapitalquote ging im ersten Halbjahr gegenüber dem Jahresende 2021 um 2,7 Prozentpunkte auf 19% zurück (Abb. 4). Der starke Rückgang wurde von verschiedenen Faktoren getrieben: Einerseits spielte der Bewertungsverlust in den Anleihenportfolios eine wichtige Rolle, wenngleich dieser Effekt weitgehend temporärer Natur sein dürfte. Daneben führten jedoch auch Übernahmen sowie im Vergleich zu den Vorjahren höhere Ausschüttungen zu einer niedrigeren Kapitalisierung. Zwar bleibt der liechtensteinische Bankensektor relativ zum

europäischen Durchschnitt weiterhin überproportional kapitalisiert, jedoch hat sich der Abstand zuletzt verringert. Gerade vor dem Hintergrund der weiteren Expansionsstrategie der grösseren Banken sowie des aktuellen unsicheren makrofinanziellen Umfelds bleibt eine hohe Kapitalisierung essentiell.

**Abb. 4: Kapitalisierung des Bankensektors**  
(konsolidiert, Prozent)



Quelle: FMA.

## 2. Inflation & Finanzmärkte

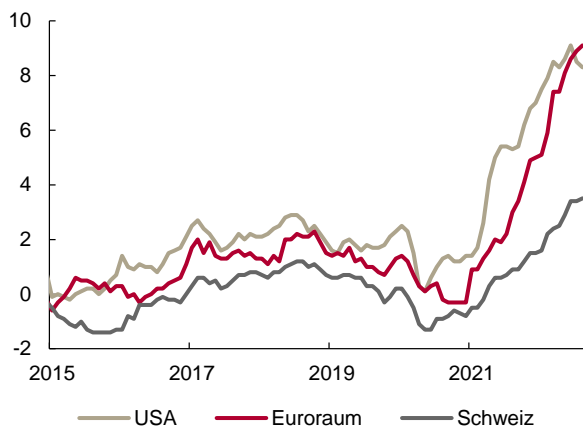
**Die Inflation bleibt auf einem sehr hohen Niveau (Abb. 5).** In den USA (8,3% im Jahresvergleich im August) und im Euroraum (9,1%) fielen die Inflationsraten erneut höher aus als erwartet. Insbesondere die weitere Zunahme der Kerninflation bereitet den Währungshütern zunehmend Sorgen, dass sich die Inflation über eine ausgeprägte Lohn-Preis-Spirale auch längerfristig über dem Ziel von 2% festsetzen könnte. In der Schweiz liegt die Inflation (3,5%) bzw. Kerninflation (2%) zwar auch auf einem ungewöhnlich hohen Niveau, im internationalen Vergleich lesen sich diese Inflationsraten jedoch als moderat.

**Die führenden Zentralbanken setzten ihre geldpolitische Straffung zuletzt fort.** In den September-Sitzungen erhöhten die EZB, die US-Notenbank Fed und auch die SNB den Leitzins um jeweils 0,75 Pp. Im Euroraum liegt der Leitzinssatz nun bei 1,25% (wobei der – derzeit wichtigere – Einlagezins noch bei 0,75% liegt), in den USA auf einer Bandbreite von 3 bis 3,25% und in der

Schweiz bei 0,5%. Die aktuellen Markterwartungen gehen von weiteren Zinserhöhungen aus. So soll der Leitzins in den USA am Ende des ersten Quartals 2023 den höchsten Wert (bei 4,5%) erreichen, im Euroraum hingegen erst im dritten Quartal 2023 (bei etwa 3,1%), bevor die Märkte wieder von Zinssenkungen ausgehen (Abb. 6). Die fallende Zinskurve – beginnend nach den erwarteten weiteren Zinserhöhungen – impliziert die Markterwartung, dass die Zentralbanken die Inflation relativ rasch wieder in den Griff bekommen. Angesichts des Arbeitskräftemangels und des angespannten Arbeitsmarktes, der eine Lohn-Preis-Spirale begünstigt, wäre dies aus heutiger Sicht wohl nur in einem Rezessionsszenario realistisch.

**Abb. 5: Inflation**

(y-o-y in Prozent)



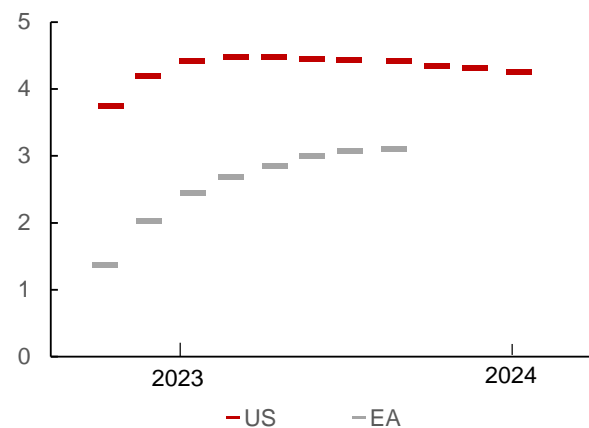
Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

**Die Aktien- und Anleihenmärkte gaben nach einer kurzen Erholungsphase zu Beginn des Sommers seit Mitte August wieder merklich nach.** Über den Sommer gingen die langfristigen Zinserwartungen wieder etwas zurück, da die Märkte optimistisch waren, dass die Zentralbanken die Inflation relativ schnell in den Griff bekommen werden. Vor diesem Hintergrund machten die Aktienmärkte rund die Hälfte der Verluste seit Jahresbeginn wieder wett, bevor weitere Inflationsüberraschungen und schlechte Konjunkturdaten eine erneute Korrektur auslösten. Die wichtigsten Aktienmärkte befinden sich in einem sogenannten «Bärenmarkt», in dem die Kurse relativ zum letzten Hoch – meist um den Jahreswechsel – um

mehr als 20% nachgegeben haben. Ein besonderes Charakteristikum der aktuellen Finanzmarktkorrektur ist die untypisch hohe Korrelation zwischen Aktien- und Anleihenmärkten, wodurch für diversifizierte Anleger hohe Verluste entstanden. Die Kursverluste wurden zudem durch rekordhohe Abflüsse aus den globalen Investmentfonds angetrieben. Auch die Börsengänge (Initial Public Offering, IPO) kamen in diesem Jahr – nach dem Rekordjahr 2021 – praktisch zum Erliegen. Der starke Anstieg der Realzinsen, der durch die steigenden Nominalzinsen bei gleichzeitig nach wie vor relativ gut verankerten Inflationserwartungen ausgelöst wird, impliziert für die nächsten Monate (und potenziell auch Jahre) ein schwieriges Marktumfeld, da die schärferen Finanzierungsbedingungen auf die Rendite der Aktienmärkte drücken dürfte.

**Abb. 6: Leitzinsen - Markterwartungen**

(Prozent)



Quelle: Bloomberg. Stand: 28.9.2022.

**Die erheblichen Inflations- und Zinsdifferenzen in verschiedenen Ländern spiegeln sich auch an den Wechselkursmärkten wider.** Vor dem Hintergrund der höheren Zinsen erreichte der US-Dollar in den letzten Wochen nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch handelsgewichtet den höchsten Stand seit etwa 20 Jahren. Am anderen Ende der Skala liegt der Japanische Yen, da die Bank of Japan die geldpolitische Wende noch nicht eingeleitet hat, sowie das Britische Pfund, da die britische Regierung mit der geplanten fiskalpolitischen Expansion das Vertrauen der Märkte zunehmend aufs Spiel setzen.

### 3. Risiken

**Die hohe Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen implizieren erhöhte Risiken für die Realwirtschaft.** Das nachlassende Wachstum sowie die hohe Inflation verschärfen die bereits bestehenden Verwundbarkeiten in der Realwirtschaft. Das Konsumentenvertrauen hat vor dem Hintergrund der steigenden Preise, der hohen Unsicherheit und dem Krieg in der Ukraine in vielen Ländern ein neues Rekordtief erreicht. Die steigenden Zinsen dämpfen die Investitionen, wobei auch die Nachfrage am Immobilienmarkt angesichts der höheren Finanzierungskosten und der besseren Alternativen an den Finanzmärkten in den nächsten Jahren zurückgehen wird. Hoch verschuldete Unternehmen sind verwundbar gegenüber höheren Zinsen, und energieintensive oder zyklische Branchen werden den Abschwung, der auch durch den inflationsbedingten Kaufkraftverlust begünstigt wird, besonders deutlich zu spüren bekommen. Sollte es im Winter zu einer noch stärkeren Energiekrise und potenziell zu Mangelagen bei Strom oder Gas kommen, so würde sich der Ausblick weiter drastisch verschlechtern.

**Trotz der erheblichen Kursverluste seit Anfang des Jahres drohen an den Finanzmärkten weitere Korrekturen.** Die Märkte gehen derzeit in Bezug auf den Inflationsrückgang von einem optimistischen Szenario aus, sodass der US-Leitzins bereits im ersten Quartal 2023 seinen Höhepunkt erreichen könnte. Eine fallende Zinskurve impliziert eine Rezessionserwartung, wobei das Szenario von deutlich tieferen Inflationsraten zu Jahresbeginn trotzdem sehr optimistisch zu sein scheint. Gleichzeitig gehen die Aktienanalysten jedoch von robusten Gewinnen im nichtfinanziellen Sektor aus, sowohl in den USA als auch in Europa, was mit den Markterwartungen einer Rezession kaum in Einklang zu bringen ist. Vor diesem Hintergrund drohen weitere Kursverluste, wenn entweder weitere Zinserhöhungen notwendig sind, um die Inflation in den Griff zu bekommen, oder wenn sich die Gewinne der Unternehmen in der Rezession als nicht so robust erweisen wie derzeit erwartet.

**Auch die hohen Staatsschulden könnten wieder vermehrt in den Fokus rücken.** Die

Fiskalpakete zur Pandemiebekämpfung rissen in den letzten Jahren ein Loch in die Staatshaushalte und führten zu steigenden Schuldenquoten. Insbesondere im Euroraum, in dem die Staaten keine autonome Geldpolitik betreiben, ist die Gefahr einer weiteren Schuldenkrise gestiegen. Die höheren Zinsen und steigenden Risikoprämien gehen aber ganz allgemein mit höheren Kreditrisiken einher, auch im privaten Sektor. Der starke US-Dollar führt zudem global zu verschärften Finanzierungsbedingungen, die vor allem Schwellenländer immer stärker zu spüren bekommen. Viele Länder können sich nicht in der Lokalwährung, sondern nur in US-Dollar verschulden, wodurch der Schuldendienst nicht nur durch höhere Zinsen, sondern auch steigende Wechselkurse getrieben wird. Aus diesem Grund geht eine geldpolitische Straffung in den USA empirisch mit einer höheren Krisenwahrscheinlichkeit in Schwellenländern einher.

**Das unsichere Finanzmarktumfeld und die Normalisierung der Geldpolitik haben auch Auswirkungen für die inländischen Finanzintermediäre.** Während die Banken – zumindest längerfristig – potenziell von einer höheren Zinsmarge profitieren, wird die Qualität der Vermögenswerte abnehmen bzw. die Kreditrisiken deutlich steigen. Die hohe Inflation bedroht die Schuldendienstkapazität von Haushalten mit niedrigen Einkommen, und bei Unternehmenskrediten könnten die Verwerfungen an den Energiemärkten gerade in energieintensiven Branchen zu spüren sein. Im Versicherungsbereich hat der Zinsanstieg starke Effekte sowohl auf der Aktiv- wie auch auf der Passivseite der Bilanz, auch wenn die aggregierten Auswirkungen (noch) schwer abzuschätzen sind. Im Fondsbereich kam es auf europäischer und globaler Ebene zu hohen Abflüssen. Sollten diese in der aktuellen Geschwindigkeit weitergehen, könnten insbesondere die Liquiditätsrisiken weiter steigen. Das Umfeld bleibt damit für die beaufsichtigten Finanzintermediäre in den nächsten Monaten ausserordentlich herausfordernd.

---

29. September 2022

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2022 wird im Dezember 2022 publiziert.*